

公司研究

政府补助减少拖累 24H2 利润，开始实施全龄营养战略

——中国飞鹤（6186.HK）2024 年年度业绩点评

买入（维持）

当前价：5.87 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

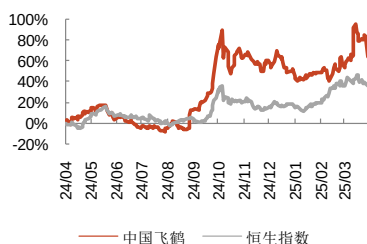
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	90.67
总市值(亿港元):	532.25
一年最低/最高(港元):	3.26/7.38
近 3 月换手率(%):	21.16

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.91	-6.37	26.95
绝对	6.96	11.70	63.50

资料来源：Wind

相关研报

23H2 行业压力加大，公司业绩进一步承压
——中国飞鹤（6186.HK）2023 年年度业绩预告点评（2024-03-11）

要点

事件：24 年实现营业收入 207.5 亿元，同比+6.2%；归母净利润 35.7 亿元，同比+5.3%。其中，24H2 实现营业收入 106.5 亿元，同比+8.7%；归母净利润 17 亿元，同比+0.1%。

婴配粉收入恢复增长。分品类来看，1) 婴配粉：24 年婴幼儿配方奶粉产品营收 190.62 亿元，同比+6.6%。分价格带看，24 年超高端产品收入同比实现双位数增长，高端产品收入同比下滑单位数，普通产品收入同比下滑较多。2) 其他乳制品：24 年其他乳制品（包括成人奶粉、液态奶、米粉辅食等）实现收入 15.14 亿元，同比+6.3%。3) 保健品：24 年保健品实现收入 1.73 亿元，同比-25.4%。公司主要通过收购的 Vitamin World USA 从事保健品零售业务，该品牌在美国共经营 42 间专卖店，公司亦通过其品牌网站和电商平台销售。渠道建设方面，截至 24 年 12 月底，公司共有 2800 多个渠道商（23 年末为 2800 余个），覆盖零售终端超过 7.7 万个（23 年末为超过 8.3 万个）。

24H2 销售费用增加及政府补助减少，净利率同比下降。1) 24 年/24H2 公司毛利率分别为 66.3%/64.9%，同比+1.5/+0.5pcts，主要系产品结构变化以及原材料价格下降；24H2 毛利率环比下降，主要系竞争导致折扣增多，以及低毛利率的成人奶粉收入占比提升。2) 24 年/24H2 公司销售费用率分别为 34.6%/34.2%，分别同比+0.3/+1.1pcts，主要系宣传费用和线上销售平台开支增加。3) 24 年/24H2 管理费用率分别为 8.1%/8.8%，分别同比-0.9/-1.4pcts，主要系以股份为基础的付款开支减少。4) 综合来看，24 年/24H2 归母净利率分别为 17.2%/15.9%，分别同比-0.1/-1.4pcts。24H2 归母净利率同比下滑较多，主要系下半年销售费用同比增加较多和政府补助同比减少；若剔除政府补助影响 24 年/24H2 归母净利率分别同比+1.5/+0.7pcts。24 年公司分红比例为 76%，较 23 年提升 7pcts。

公司在国内启动生育补贴计划，并积极探索出海。24 年国内新生儿人数同比小幅增长，有望缓解婴配粉市场下滑压力。25 年 3 月公司响应国家号召，启动 12 亿元生育补贴计划，从 4 月开始全国符合条件的处在孕期中家庭可获得不少于 1500 元生育补贴。该计划有望帮助公司扩大新客群范围，促进收入增长。海外方面，24 年公司强化加拿大市场布局，于 24 年 3 月取得加拿大首张婴配粉生产执照，9 月正式投产，并上线加拿大亚马逊网上商城，线下上架沃尔玛和 Loblaw's 的 1100 多家门店。公司也在布局东南亚、中东市场，非洲市场也在未来规划中。随着海外业务铺开，公司海外业务有望带来新的收入贡献。

布局全龄营养，完善收入结构。此前公司专注于 0-3 岁婴幼儿市场，未来将向全龄营养转变，将在儿童、成人、功能营养等方面整体布局。从进展来看，1) 儿童青少年业务：公司已上市奶酪零食产品，未来会围绕动物蛋白和植物蛋白进行产品开发，25 年有望实现盈亏平衡。2) 成人功能营养业务：公司已开始整体布局该业务，近期上市了爱本跃动蛋白，服用该产品可减少成人肌肉流失。由于投入加大，25 年功能营养业务预计仍有亏损，但亏损金额有望大幅减少。随着新业务逐步成熟，公司收入有望实现更加健康和持续的增长。

盈利预测、估值与评级：考虑到 25 年公司新增 12 亿元生育补贴，下调公司 25 年归母净利润预测至 38.12 亿元（下调 4%），维持 26 年归母净利润预测为 41.41 亿元，引入 27 年归母净利润预测为 44.05 亿元。当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 13x/12x/11x，维持“增持”评级。

风险提示：经济增速放缓压力加大、行业竞争加剧、食品安全问题。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	19,532	20,749	22,228	23,484	24,679
营业收入增长率	-8.3%	6.2%	7.1%	5.7%	5.1%
归母净利润（百万元）	3,390	3,570	3,812	4,141	4,405
归母净利润增长率	-31.4%	5.3%	6.8%	8.6%	6.4%
EPS（元）	0.37	0.39	0.42	0.46	0.49
ROE	13.59%	13.77%	13.14%	12.79%	12.25%
P/E	14	14	13	12	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2025-03-31，1HKD=0.9228CNY

财务报表与盈利预测

利润表 (千元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,532,203	20,748,550	22,227,576	23,484,101	24,678,656
营业成本	-6,868,850	-6,983,747	-7,346,809	-7,700,728	-8,072,560
营业毛利	12,663,353	13,764,803	14,880,767	15,783,373	16,606,097
销售费用	-6,709,067	-7,181,223	-8,224,203	-8,571,697	-8,958,352
行政费用	-1,762,049	-1,681,261	-1,711,523	-1,784,792	-1,850,899
其他收益净额	1,659,531	1,465,058	1,391,805	1,294,379	1,229,660
其他开支	-100,862	-146,322	-146,322	-146,322	-146,322
EBITDA	5,466,165	6,275,870	6,313,281	6,771,288	7,139,779
折旧及摊销	-562,741	-681,498	-656,047	-655,414	-654,789
EBIT	4,903,424	5,594,372	5,657,234	6,115,874	6,484,990
财务开支净额	-53,132	-44,646	-47,829	-50,532	-53,103
EBT	4,850,292	5,549,726	5,609,405	6,065,341	6,431,887
所得税	-1,559,940	-1,895,606	-1,738,916	-1,880,256	-1,993,885
净利润 (含少数股东损益)	3,290,352	3,654,120	3,870,490	4,185,086	4,438,002
净利润 (不含少数股东损益)	3,390,009	3,570,125	3,811,693	4,140,988	4,404,929
股本 (千股)	9,067,252	9,067,252	9,067,252	9,067,252	9,067,252
EPS (元)	0.37	0.39	0.42	0.46	0.49

资产负债表 (千元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产:	22,554,271	22,248,591	27,307,401	30,469,809	35,124,605
现金及现金等价物	10,440,941	9,321,222	11,385,528	13,049,427	14,836,873
存货	2,258,059	2,153,945	2,274,269	2,367,266	2,498,387
贸易及其他应收款项	431,184	395,219	325,869	435,982	364,622
其他流动资产	9,424,087	10,378,205	13,321,735	14,617,135	17,424,724
非流动资产:	13,640,407	13,477,115	12,568,172	12,557,064	12,546,080
固定资产/PP&E	9,494,034	9,496,701	9,493,767	9,490,834	9,487,902
无形资产	112,402	112,402	112,402	112,402	112,402
权益性投资	99,866	120,356	120,356	120,356	120,356
土地使用权	395,097	359,015	352,424	345,954	339,603
其他非流动资产	3,539,008	3,388,641	2,489,222	2,487,517	2,485,817
总资产	36,194,678	35,725,706	39,875,573	43,026,873	47,670,685
流动负债:	7,382,230	6,591,030	7,548,304	7,236,715	8,226,388
贸易及其他应付款项	1,838,223	1,565,160	2,298,252	1,751,272	2,493,784
短期借贷	504,914	514,804	514,804	514,804	514,804
其他流动负债	5,039,093	4,511,066	4,735,248	4,970,639	5,217,799
非流动负债:	2,478,102	1,727,291	1,775,796	1,829,152	1,887,844
长期借贷	872,836	485,054	533,559	586,915	645,607
其他非流动负债	1,605,266	1,242,237	1,242,237	1,242,237	1,242,237
经营性负债合计	9,860,332	8,318,321	9,324,100	9,065,868	10,114,232
股本	1	1	1	1	1
储备	24,944,858	25,933,185	29,018,476	32,383,911	35,946,287
股东权益合计(不含少数股东权益)	24,944,859	25,933,186	29,018,477	32,383,912	35,946,288
少数股东权益	1,389,487	1,474,199	1,532,996	1,577,093	1,610,166
股东权益合计(含少数股东权益)	26,334,346	27,407,385	30,551,473	33,961,005	37,556,454

负债及股东权益总计	36,194,678	35,725,706	39,875,573	43,026,873	47,670,685
-----------	------------	------------	------------	------------	------------

现金流量表 (千元)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,145,346	3,569,642	5,399,408	4,290,702	5,985,849
除税前溢利	4,850,292	5,549,726	5,609,405	6,065,341	6,431,887
折旧摊销及减值	505,520	681,498	656,047	655,414	654,789
营运资本变化	-337,926	-581,641	853,742	-569,884	871,967
其他非现金调整	-872,540	-2,079,941	-1,719,786	-1,860,170	-1,972,795
投资活动现金流	386,697	-1,552,978	-2,657,206	-1,904,606	-3,414,540
资本性支出	667,694	406,542	642,985	642,479	641,979
其他投资活动产生的现金流量净额	-280,997	-1,959,520	-3,300,190	-2,547,085	-4,056,520
融资活动现金流	-2,705,301	-1,245,056	-677,897	-722,197	-783,862
债务变动	-29,008	-555,302	48,505	53,356	58,692
股本增加	-123,010	-	-	-	-
支付股息	-2,553,283	-689,754	-726,402	-775,553	-842,554
其他融资活动产生的现金流	-	-	-	-	-
净现金流	1,826,742	771,608	2,064,306	1,663,898	1,787,446

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 (注: 2024 年现金流量表为光大证券研究所预测值)

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP